

Dipartimento di
IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra
FINANZA AZIENDALE AVANZATA

LA RISPOSTA DELLA REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA:
LE CENTRAL COUNTERPARTIES (CCP)

RELATORE
Prof. Ernesto Monti

CANDIDATO
Gabriele Savini

CORRELATORE
Prof. Cristiano Cannarsa

Matr. 652441

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Introduzione.....Errore. Il segnalibro non è definito.

CAPITOLO I: IL NUOVO ASSETTO DEL MERCATO FINANZIARIO

1.1 LA REGOLAMENTAZIONE DEI MERCATI FINANZIARI**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.1.1 IL MERCATO DEI DERIVATI OTC**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.1.2 BENEFICI E CRITICITA' DEI MERCATI OTC**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.1.3 IL PROBLEMA DEI MERCATI OTC**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.1.4 L'INTERVENTO REGOLAMENTARE: LE SOLUZIONI PER I MERCATI OTC**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.2 LE RIFORME DEL MERCATO FINANZIARIO**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.2.1 *FINANCIAL REGULATORY REFORM:*

DODD FRANK ACT**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.2.2 ASPETTI DI CRITICITA' DEL TITOLO VIII**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.2.3 REGOLAMENTAZIONE NELL'AREA EURO**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.2.4 EMIR**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.3 LA RATIO DELL'INTERVENTO LEGISLATIVO**Errore. Il segnalibro non è definito.**

1.4 EMIR E DODD FRANK ACT A CONFRONTO**Errore. Il segnalibro non è definito.**

CAPITOLO II: LA RISPOSTA DELLA REGOLAMENTAZIONE AL MERCATO OTC: IL "CENTRALIZED CLEARING"

2. IL *CLEARING* CENTRALIZZATO**Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.1.1 L'IMPATTO DEL *CLEARING CENTRALIZZATO***Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.1.2. RISCHI OPERATIVI E *MORAL HAZARD***Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.1.3 PROCEDURE DI *DEFAULT* **Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.1.4 *MULTILATERAL CLOSE-OUT NETTING***Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.1.5 "LA CASCATA DELLE RISORSE FINANZIARIE"**Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.2 IL SISTEMA DEI MARGINI...**Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.2.1 MARGINE INIZIALE**Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.2.2 MARGINE DI VARIAZIONE**Errore. Il segnalibro non è definito.**

2.2.3 CARATTERISTICHE TECNICHE DEL MECCANISMO DEI MARGINI**Errore. Il segnalibro non è definito.**

- 2.2.4 ALCUNE CONSIDERAZIONI SUL SISTEMA DEI MARGINI **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.3 LA STRUTTURA DELLE CCP: INDICAZIONI
REGOLAMENTARI (EMIR) **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.4 I VANTAGGI DEL *CENTRAL CLEARING* NEI MERCATI OTCE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.4.1 CRITICITA' DEL *CENTRAL CLEARING* NEI MERCATI OTCE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.5. LA NECESSITA' DI UNA PARTNERSHIP PUBBLICO-
PRIVATO NELL'ATTIVITA' DI CLEARING **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.5.1. IL SISTEMA DI PPP E L'ASSEGNAZIONE DEL CONTROLLO **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.5.2 PIATTAFORME RFQ **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.5.3 *CLEARING* CENTRALIZZATO E AUTENTICAZIONE
"ATTIVA" DEGLI SCAMBI **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.5.4 *EXCHANGE EXTERNAL REPORTING* **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 2.5.5 ALCUNE CONSIDERAZIONI SUL PPP **Errore. Il segnalibro non è definito.**

CAPITOLO III: TECNICHE DI MITIGAZIONE E OBIETTIVI DELLE CCP

- 3.1 RUOLO E STRUTTURA DELLE CCP **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2 LE TECNICHE DI MITIGAZIONE DEL RISCHIO DI CREDITO **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.1 LA COLLATERALIZZAZIONE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.2 COLLATERALIZZAZIONE: ALCUNI ASPETTI TECNICI **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.3 COLLATERALIZZAZIONE TRA UTILIZZO E PROSPETTIVE
FUTURE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.4 *NETTING* **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.5 *CLOSE-OUT NETTING* **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.6 CONDIZIONI DI APPLICABILITA' DEL *CLOSE-OUT
NETTING* **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.7 ALCUNE CONSIDERAZIONI SUL
CLOSE-OUT NETTING **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.2.8 *BILATERAL VS MULTILATERAL NETTING* **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.3 I SERVIZI DI EMERGENZA A DISPOSIZIONE DELLE CCP E
GLI INTERVENTI DELLA BANCA CENTRALE **Errore. Il segnalibro non è definito.**
- 3.3.1 IL CASO DEI "CREDIT DEFAULT SWAPS" **Errore. Il segnalibro non è definito.**

3.3.2 IL “BAIL-OUT” DELLA BANCA CENTRALE A FAVORE DELLE CCP: IL DIBATTITO.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
3.3.3 I BENEFICI DEI CDS	Errore. Il segnalibro non è definito.
3.3.4 ALCUNE CONSIDERAZIONI	Errore. Il segnalibro non è definito.
3.4 CONCLUSIONI E SUGGERIMENTI	Errore. Il segnalibro non è definito.

CAPITOLO IV: L’OTTIMIZZAZIONE DELLE RISORSE FINANZIARIE PER LE CCP: UN MODELLO DI RISK MANAGEMENT

Introduzione.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
4.1 IL RUOLO DELLA CCP.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
4.2 STRUMENTI DI RISK MANAGEMENT	Errore. Il segnalibro non è definito.
4.2.1 MODELLO DI RISK MANAGEMENT	Errore. Il segnalibro non è definito.
4.2.2 IL MODELLO DI RIFERIMENTO	Errore. Il segnalibro non è definito.
4.3 CONCLUSIONI.....	Errore. Il segnalibro non è definito.
Conclusioni.....	Errore. Il segnalibro non è definito.

Bibliografia	132
---------------------------	------------

Riassunto

Durante gli ultimi decenni del XXI secolo l'economia mondiale ha subito dei cambiamenti radicali. Il fenomeno della globalizzazione che ha avuto luogo dagli anni ottanta ha portato a istituzioni come la Banca Mondiale a ritenere che la essa abbia provocato una maggiore crescita a livello globale, migliorando l'economia e le condizioni sociali dei paesi in via di sviluppo.

Una crescita che ha portato all'introduzione di tecniche di raccolta della liquidità nei mercati finanziari e all'incentivazione a utilizzare strumenti innovativi come i derivati OTC.

L'uso esasperato che gli investitori hanno fatto di tali strumenti è indicato come una delle principali cause di una crisi che ha provocato una brusca recessione dell'economia globale.

Nel testo si andranno a toccare argomenti fondamentali per capire come le regolamentazioni finanziarie negli Stati Uniti e nell'Unione Europea abbiano tentato di superare una delle crisi più gravi dal 1929.

La trattazione riguarderà esclusivamente i mercati finanziari e l'introduzione di un'entità di compensazione per i contratti derivati scambiati sui mercati Over the Counter.

Per capire meglio la finalità dell'intervento legislativo da parte delle autorità è utile fare una breve introduzione circa gli strumenti finanziari derivati che, in assenza di un'adeguata regolamentazione dei mercati *Over the Counter*¹ (OTC) nei quali erano scambiati, hanno amplificato gli effetti di una crisi che ha portato al collasso il sistema finanziario.

I mercati finanziari hanno acquisito importanza nel corso del nuovo millennio grazie soprattutto all'innovazione finanziaria e a un mercato che, fino a qualche anno fa, si presentava fortemente decentrato.

La caratteristica principale che distingue questo tipo di strumenti da tutti gli altri è la loro finalità, ossia quelle di copertura da rischi

¹ I mercati Over the Counter (mercati OTC) sono caratterizzati dal non avere i requisiti riconosciuti ai mercati regolamentati. Sono mercati la cui negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali.

(principalmente il rischio di credito) e quella di speculazione attraverso le variazioni del livello generale dei prezzi.

Tutto ciò non ha fatto altro che alimentare un'euforia tra gli investitori che, vedendoli come nuove opportunità d'investimento, hanno spostato la loro attenzione sul mercato OTC, generando una domanda di strumenti derivati che è andata via via crescendo; basti pensare che, in tutto il 2009, il mercato dei derivati OTC poteva contare su un valore nozionale degli strumenti scambiati di oltre 613 trilioni di dollari².

Ciò che la riforma finanziaria³ ha voluto fortemente sottolineare, per quanto riguarda i contratti derivati OTC, è la necessità impellente di un sistema di *clearing* quanto più efficiente possibile, in grado di eliminare quelle imperfezioni del mercato proprie degli OTC.

Per questo il regolamento mira a:

- incentivare l'utilizzo di piattaforme elettroniche "*exchange or electronic trading platform*";
- introduzione di margini di garanzia per strumenti non liquidati;
- ricorso alle CCP per i contratti derivati OTC;
- maggior trasparenza tradotta in una continua comunicazione dei dati al *Trade Repository*.

Le transazioni degli strumenti derivati OTC devono essere eseguite in stanze appositamente create, le *Central Counterparties* (CCP).

Esse, quindi, rappresentano sia un canale privilegiato di propagazione di eventuali situazioni d'instabilità sistemica sia entità capaci di attenuare il rischio sistemico e di ridurre il fenomeno di contagio che si è avuto durante tutto il corso della recente crisi.

Ciò che limitava il mercato OTC era l'inefficienza delle transazioni bilaterali⁴ che, in mancanza di adeguati strumenti di garanzia⁵ che

² Dati *Bank for International Settlements*, 2012

³ Nel seguente capitolo, date le differenze già riscontrate nel capitolo 1 circa le regolamentazioni finanziarie Usa e UE, il discorso sarà riferito al mercato dei derivati della zona euro, così da definire le finalità delle nuove norme in materia di *clearing* centralizzato.

⁴ Un sistema bilaterale è un sistema che calcola i saldi bilaterali per ogni compensazione bilaterale di partecipanti al sistema, in cui il saldo è dato dalla

potessero assicurare la risoluzione delle transazioni poste in essere, erano caratterizzati da rischi elevati, come i rischi di controparte, i rischi operativi e i rischi di sistema.

In quest'ambiente la CCP gioca un ruolo molto importante poiché essa s'interpone tra le controparti nel *bilateral clearing*, assumendosi gli obblighi riguardanti le due posizioni dell'accordo originario (acquirente e venditore) secondo il meccanismo di *novation*⁶.

L'effetto di tale tecnica permette una riduzione dei costi di transazione poiché i partecipanti non hanno la necessità di valutare e gestire il rischio di altri operatori; inoltre la CCP, grazie al "*multilateral netting*"⁷, riduce notevolmente i rischi associati alle transazioni dei derivati OTC.

L'aumento di efficienza operativa che ne deriva può essere riscontrato nelle funzioni che la CCP svolge:

- immissione di liquidità nel mercato, facilitando l'entrata e l'uscita dal mercato degli operatori a seguito del buon fine delle operazioni poste in essere;
- *information disclosure*, in quanto mitiga le eventuali perdite derivanti da situazioni di insolvenza;
- *risk mitigation e risk mutualization*;

La regolamentazione finanziaria, diversa in base al paese di riferimento, è unanime circa il ruolo che le controparti centrali dovranno avere nel nuovo assetto dei mercati finanziari; esse avranno il compito, in via

differenza tra debiti e crediti. Vedi Costi Renzo, "*Il mercato mobiliare*", Giappichelli Editore, 2010, VI edizione.

⁵ Come, ad esempio, il sistema dei margini.

⁶ "Per novazione si intende la trasformazione di un contratto tra due controparti iniziali in uno scambio di derivati OTC in un nuovo contratto tra la parte rimanente ed una terza parte, la CCP. Essa, ponendosi tra le controparti nel mercato OTC, tutela entrambe dal potenziale reciproco *default*", Duffie-Zhu "*Does central clearing counterparty reduce counterparty risk?*", Stanford University, 2010.

⁷ La *multilateral netting*, o compensazione multilaterale, si basa sulla somma di tutte le posizioni nette dei partecipanti. Tale sistema determina un solo saldo per ogni partecipante e il relativo saldo risulta dalla somma di tutte le operazioni a debito e a credito effettuate da quel partecipante con tutti gli altri.

prioritaria, di implementare delle misure idonee a consentire la riduzione di ogni tipologia di rischio associati alle transazioni di derivati OTC.

All'ESMA in Europa e ai vari legislatori in America sarà affidato il compito di suggerire standard tecnici da seguire al fine di migliorare l'efficienza dei servizi offerti dalle controparti centrali⁸.

L'elevato grado di discrezionalità di cui sono state dotate le permette di monitorare internamente l'attività dei propri operatori e di risolvere qualsiasi tipo di problema senza far trapelare alcuna informazione al mercato, così da garantire un certo grado di stabilità del sistema giacché notizie negative possono pregiudicare la solvibilità delle controparti con le quali le CCP hanno posizioni aperte.

Al fine di migliorare l'attività svolta dalle controparti centrali, nella zona Euro le varie organizzazioni hanno sottoscritto *l'European Code of Conduct for Clearing and Settlement*⁹.

Questo codice è stato fortemente criticato dagli studiosi poiché i legislatori credono che una forte correlazione tra le attività svolte da CCP diverse potrebbe avere effetti devastanti qualora una di esse si dovesse trovare in situazione d'instabilità. Tutto ciò provocherebbe un effetto domino causato dal contagio delle altre istituzioni, azzerando tutti i progressi raggiunti a seguito della ri-regolamentazione finanziaria¹⁰.

⁸ Tutte le transazioni saranno realizzate utilizzando un sistema di conferma elettronica di accettazione dei contratti per evitare errori umani, saranno previsti margini di copertura sino al 99% dell'esposizione al rischio durante determinati periodi e dovranno essere assicurati livelli di liquidità idonei, da parte delle banche centrali, per prevenire situazioni di *default*.

⁹ Insieme di regole stipulate volontariamente, che prevede:

- tre livelli di interazione tra le CCP, con finalità di riduzione del rischio di controparte e facilitazione degli scambi;
- scambio di informazioni riservate;
- firma di accordi di mutua assicurazione.

¹⁰ Soprattutto perché in caso di insolvenza di una controparte centrale, le esposizioni prese originerebbero un enorme rischio di liquidità ovvero il rischio che la CCP non riesca a monetizzare i propri beni, anche se i propri *asset* fossero pienamente garantiti.

Per tanto la Commissione Europea ha favorito l'istituzione di molteplici CCP operanti in segmenti di mercati diversi così da incoraggiare la concorrenza e, di conseguenza, l'aumento dell'efficienza dei servizi offerti.

Al fine di proteggere se stessi da potenziali perdite in caso di insolvenza di uno o più partecipanti e di contenere il rischio sistemico, le controparti centrali (CCP) devono disporre di un livello di risorse finanziarie ottimale. In genere, esse sono costituite da requisiti di margine e da contributi a un fondo di default collettivo.

In conformità a un modello stilizzato di gestione del rischio di controparte, in questo capitolo si vogliono analizzare i principali fattori che influenzano il trade-off tra margini e fondo di garanzia.

L'equilibrio ottimale tra questi due strumenti di gestione del rischio dipende:

- dai costi collaterali;
- dalla probabilità di default dei partecipanti;
- dalla misura in cui i requisiti di margine sono associati con incentivi di attenuazione del rischio.

Dati il ruolo crescente delle controparti centrali sui mercati finanziari e della stabilità finanziaria, queste considerazioni sono importanti non solo per le controparti centrali stesse, ma anche per le autorità di regolamentazione finanziaria.

CONCLUSIONI

Dall'analisi dello scenario finanziario si è constatato come fosse necessaria un'implementazione di regole di *disclosure*, *settlement* e *clearing* per i mercati dei derivati *Over the Counter*, poiché essi sono stati indicati come i principali indiziati dello scoppio della recente crisi finanziaria.

I numerosi interventi attuati dai regolatori¹¹ ha l'obiettivo di ristrutturare il mercato finanziario, al fine di prevenire situazioni di instabilità finanziaria con effetti di contagio devastanti per l'intero sistema.

¹¹ Principalmente USA e UE.

Molti studiosi hanno individuato delle problematiche circa la convenienza di un *centralized clearing*¹²; alcuni paesi, come Olanda, Danimarca e Regno Unito, hanno visto il sistema di scambi di derivati OTC e la finanza strutturata svilupparsi durante gli anni che hanno preceduto la crisi, per cui una riforma così radicale potrebbe danneggiare il loro sistema finanziario.

Inoltre la riforma finanziaria, come abbiamo potuto verificare nel capitolo 1, porta con sé un aumento dei costi derivanti dall'introduzione del clearing, soprattutto in capo ai maggiori dealers che dovranno sostenere un costo previsto di 50 miliardi di euro in margini di garanzia aggiuntivi¹³.

Nonostante ciò, l'introduzione del clearing centralizzato apporterà al sistema finanziario dei benefici rilevanti:

- permetterà un'efficiente gestione del rischio, soprattutto grazie alla struttura di negoziazione e post-negoziazione delle CCP e a incentivi come la novation, la compensazione multilaterale e la gestione centralizzata delle garanzie;
- porterà a una centralizzazione delle informazioni, così da favorire lo scambio equo delle informazioni sia al pubblico degli investitori sia agli organi predisposti per la vigilanza dei mercati dei derivati OTC, favorendo una maggior comunicazione al mercato;
- eliminerebbe gli arbitraggi dati dalla differente dotazione di informazioni tra i market participant.

Esistono ancora delle questioni che la regolamentazione finanziaria non è ancora riuscita a chiarire, come l'individuazione delle classi di *asset* che dovranno ricorrere al *centralized clearing* e la coordinazione delle autorità in tema di supervisione dei mercati.

Infatti, a mio parere, la sola introduzione delle CCP nei mercati finanziari non potrà da sola colmare le lacune implicite nei mercati dei derivati

¹² Financial Stability Forum, "OTC market reform: progress report on implementation", 15 aprile 2011, accessibile su http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_11045b.pdf.

¹³ Stangl et Al., "Let's post collateral", Commerzbank Research, 18 novembre 2010.

OTC. Nel corso della storia finanziaria si è potuti sempre assistere a un aggiramento delle normative, provocando una serie di conseguenze dannose soprattutto quando a farlo, erano grandi istituzioni finanziarie “*too big to fail*”.

Lasciare dei punti in sospeso nella normativa potrebbe velocizzare tale processo; per questo c'è bisogno di una continua ridefinizione di norme sempre più stringenti e, soprattutto, di una coordinazione tra le riforme finanziarie comunitarie e regole nazionali in termini di *trading* e *settlement*.

Queste riforme devono, però, essere implementate uniformemente così da evitare situazioni di divergenza¹⁴.

Resta un'ultima problematica rilevante, ossia quella relativa all'innovazione finanziaria; l'introduzione delle CCP nei mercati dei derivati OTC potrebbe rallentare l'innovazione, poiché oltre a standardizzare i processi di *clearing*, *trading* e *settlement*, tendono a standardizzare anche i contratti sui derivati che rappresenta una soluzione ottimale per i soli mercati “maturi” (derivati su cambi, su tassi d'interesse), ma rappresenta un freno per i mercati nuovi, come i “*bespoke derivatives*”¹⁵, che sono generalmente scambiati in mercati illiquidi. Per questo c'è bisogno di una struttura giuridica idonea e flessibile che possa adeguarsi a mutamenti della realtà finanziaria.

¹⁴ Che possono poi provocare conflitti tra regimi giuridici differenti.

¹⁵ ‘Sono contratti derivati “confezionati su misura” in base alle esigenze dei sottoscrittori. Essi sono contratti difficilmente standardizzabili e riguardano transazioni concluse con controparti non finanziarie. Essi non dovranno necessariamente adeguarsi agli standards di trasparenza richiesti dal legislatore ma dovranno sottostare a più severi oneri di capitale e margini di garanzia’; sezione 723 (Clearing) titolo VII: “*Wall Street transparency and accountability*”, Dodd-Frank Act 2010.

Bibliografia

- Acemoglu et al Acemoglu, D., Ozdaglar, A., and Tahbaz-Salehi, A., “*Systemic risk and stability in financial networks*”, *American Economic Review*, to appear, 2014;
- Amini H., Filipovic D., Minca A., “*Systemic risk and Central Counterparty clearing*”, october 7, 2014, SSRN;
- Arnsdorf, M., “*Quantification of Central Counterparty Risk. Journal of Risk Management in Financial Institutions*”, 2012, Google Scholar, 5(3):273–287;
- Baker, “*Regulating the invisible: the case of OTC derivatives*”, *Notre Dame Law Review*, 2010;
- BCE, “*Eurosystem credit default swaps and counterparty risk*”, 9 agosto 2009;
- Bernanke B. S., “*Clearinghouse, Financial Stability and Financial Reform*”, 2011 Financial Markets Conference, April 4, 2011;
- BIS, “*Amounts Outstanding of Over-the-Counter (OTC) Derivatives*”, Bank for International Settlements, giugno 2010;
- Bliss-Papathanassiou, “*Derivatives clearing, central counterparties and novation: the economic implications*”, marzo 2006;
- Brigo D., Pallavicini A., “*CCP cleared or bilateral CSA trades with initial/variation margins under credit, funding and wrong-way risks: a unified valuation approach*”, january 16, 2014, SSRN;
- Camera dei Lord, “*The future regulation of derivatives markets: is the EU on the right track? 10th*”, HL paper 93, 31 marzo 2010;
- Carleo A., Mottura C., “*Regolamento EMIR e strumenti di mitigazione del rischio di credito di derivati OTC*”, 20 novembre 2013;
- Chamarro-Courtland C., “*The trillion dollar question: can a Central bank bail-out a Central Counterparty (CCP) Clearing House which is ‘too big to fail’?*”, january 2012, *Brooklyn journal of corporate, financial & commercial law*;

- Colleen B., “*A Coming Catastrophe? The Potential Clearinghouse and Financial Utility ‘Rescue Plan’ for OTC Derivatives, Repos, and Other Financial Transactions in Dodd-Frank’s Title VIII*”, 11/29/2010;
- Conio E., Marzi G., “*Regolamento sulle infrastrutture del mercato Europeo (EMIR)*”, 20 novembre 2013;
- Cont R., Kokholm T., “*Central clearing of OTC derivatives: bilateral vs multilateral netting*”, 2012, SSRN;
- Costi R., “*Il mercato mobiliare*”, Giappichelli editore, 2010, VI edizione;
- Dalguisen J., “*Jan H. Dalguisen, transnational and comparative commercial, financial and trade law*”, Hart publishing, 3’ edizione, 2008;
- Duffie-Zhu, “*Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk?*”, Stanford University, 2010;
- ECB, “*Opinion of the European Central Bank on a Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC Derivatives, Central Counterparties and Trade Repositories*”, ECB-Eurosystem CON/2011/1, Gennaio 2011;
- European Commission, “*Ensuring efficient, safe and sound derivatives markets future policy positions*”, COM 2009, fin. 20 ottobre 2009;
- Fabrizi P., Forestieri G., Mottura P., “*Strumenti e servizi finanziari*”, seconda edizione, Egea, gennaio 2005;
- Forestieri, Mottura, “*Il sistema finanziario*”, quarta edizione, Egea, settembre 2005;
- Frigerio C., Palazzesi A., “*Collateral Management: implicazioni strategiche e operative*”, rapporto di ricerca, 2012;
- G.20, “*Leaders Statement: the Pittsburgh Summit*”, settembre 2009;
- Gibson W., “*OTC derivatives trading under financial reform bill: is tough enough?*”, march 31, 2010, SSRN;
- “*Global Financial Stability Report, International Monetary Fund*”, october 2012, appendice statistica;
- Grant J., “*Signori sollevano questioni oltre le stanze di compensazione*”, Financial Times, 31 marzo 2010;

- Haene P., Sturm A., “Optimal central counterparty risk management”, Google Scholar, luglio 2009;
- Hills B., Rule D., Parkinson S., “*Central counterparty clearing house and financial stability*”, Market infrastructure Division and Chris Young, Foreign Exchange Division, Bank of England, june 1999;
- Jayanth R. Varma, “*Risk management lessons from the global financial crisis for derivatives exchanges*”, february 2009, Indian institute of management;
- Kress J. C., *Credit Default Swaps, Clearinghouses, and Systemic Risk: “Why Centralized Counterparties must have Access to Central Bank Liquidity”*, 48 Harvard Journal on Legislation 49-93, 2011;
- Lamandini M., “*Scambi su merci e derivati su commodities: un’introduzione*”, Bologna, Giuffrè editore, 2006;
- Li-Lubke D., “*Policy perspective on OTC derivatives market infrastructure*”, Stanford GBS Research Paper n. 2046, 2012;
- Li-Lubke D., “*Why allow any OTC derivatives trading?*”, Rock Center for corporate governance n.70, 2012;
- Mackenzie M., “*DTCC looks for central role in clearing trades*”, Financial Times, 30 giugno 2009;
- Murawsky C., “*The impact of clearing on the credit risk of a derivatives portfolio*”, october 2002;
- Monti E., “*La finanzia strutturata: prospettive dopo la crisi*”, Roma, dicembre 2010;
- Monti E., “*Manuale di finanza per l’impresa*”, Isedi, 2009;
- Nasseti F. C., “*I contratti derivati di credito*”, Milano, Giuffrè editore, 1998;
- Pirrong, “*The economics of clearing: netting, asymmetric information and the sharing default risks throught a central counterparty*”, University of Houston, 2009;
- Rapporto di ricerca CeTIF, “*Collateral management: implicazioni strategiche e operative*”, tasgroup, 2011;
- Raussel G., Balson W., Stevens R., “*Centralized clearing for Over the Counter derivatives*”, 2009, SSRN;

- Sasso L., *“L’impatto della nuova riforma finanziaria sul mercato dei derivati OTC”*, 20 marzo 2012;
- Squam Lake Working Group on Financial Regulation, *“A new information infrastructure for financial market’s”*, 2009;
- Wood P., *“Set off and netting derivatives clearing systems”*, Sweet & Maxwell, 2007;